

中文译文 仅供参考

2016 年 11 月

---

联合咨询文件：建议改善香港联合交易所有限公司的上市监管决策及管治架构

易周律师行拟备回应

---

兹提述联交所与证监会刊发的《联合咨询文件：建议改善香港联合交易所有限公司的上市监管决策及管治架构》”（咨询文件）。

除非另有订明，该咨询文件所定义的术语与本回应的术语具相同涵义。

我们欢迎及理解监管者继续努力审视香港的监管制度，以确保维持及提升香港市场的质量及效率。关于如何最佳实现该等目标，将会有不同意见，但无论结果如何，市场将毫无疑问地从该等辩论中获益。

我们同意联交所及证监会应寻求确保香港上市公司的质量及上市申请程序的效率，我们认为，该咨询文件的建议（**该等建议**）将无助提升上市公司的质量或上市程序的效率，并认为在对目前的决策程序及管治架构不进行建议的修订情况下，该等目标亦同可达致。我们尤其关注，该等建议将大量增加证监会的权力以拒绝申请人于联交所上市及厘定联交所的政策权力，而同时移除对其行使权力的重要的制衡制度，该制衡制度是目前制度的最根本性的组成部分。就上市申请人及上市发行人而增加证监会的权力，将违反联交所作为一线监管者的角色及证监会作为联交所的独立法定监管者的角色。进而言之，我们看不到该等建议将如何改善及致力于持续的市场发展以符合市场需求。

我们认为该咨询文件并未能充分证立进行所建议的重大改革的需要。目前的三级监管制度已运行大约 20 年，并已见证市场取得巨大成就。联交所联交所一直在全球首次公开招股集资市场中位列前五名，在 2015 年全球首次公开招股集资市场中位列第一。缺乏投资者保障，该成就则不能实现，而香港于 2016 年在保障少数投资者利益方面被世界银行排名全球第一。<sup>1</sup> 现有制度的弹性亦是明显的，其已经受 1997 年及 2008 年金融危机。

根据该咨询文件所建议的标题，我们列载我们的意见如下：

#### **(a) 政策制定**

我们认为，根据现有制度，该咨询文件就政策制定所述目标其实已可达致。

该等目标包括“令证监会及联交所在制订政策方面达致更紧密的协调和合作”。<sup>2</sup> 根据目前制度，证监会的批准是以下所述情形的前提条件：(i) 所有修订《上市规则》<sup>3</sup>；(ii) 任何豁免或任何更改《上市规则》，如将产生一般影响<sup>4</sup>；及(iii) 任何具有强制效力或普遍适用的政策决定<sup>5</sup>。并且，联交所与证监会已签署《管限上市事宜的谅解备忘录》（《上市谅解备忘录》），其规定联交所将与证监会就政策事宜进行协调。《上市谅解备忘录》规定的联交所的义务则要求联交所就属罕见或具潜在争议或敏感事宜、或具公众政策影响事宜通知证监会。证监会与联交所已举行月度上市事宜联络会议，商讨政策事宜及其他事宜。<sup>6</sup> 《上市谅解备忘录》亦规定召开高层小组会议，以检讨涉及上市相关事宜的系统性及政策

<sup>1</sup> 世界银行报告“2016 年开展业务，衡量监管质量及效率”。

<sup>2</sup> 咨询文件第 1(a)段。

<sup>3</sup> 《证券及期货条例》第 24 条。

<sup>4</sup> 《上市规则》第 2.04 条。

<sup>5</sup> 证监会与联交所签署的《管限上市事宜的谅解备忘录》第 6.4 段。

<sup>6</sup> 《上市谅解备忘录》第 10.3 段。

事项。<sup>7</sup> 因此，证监会与联交所就政策制定的必要的条文及平台均已到位，看起来似乎无需对联交所的管治架构进行任何变动。

该咨询文件第二个所述的目标是，应令证监会“更早及更直接地参与上市政策事宜及上市监管。”<sup>8</sup> 根据目前制度，证监会能根据《证券及期货（在证券市场上市）规则》（《证券市场上市规则》）享有的权力于上市申请提交后 10 个营业日内进行干预，以反对上市申请。因此，证监会在上市批准程序开始时已具有能力对进行干预。根据双轨存档程序，证监会亦能远在上市委员会获得上市申请之前，与联交所几乎同时收到上市申请。因此，似乎并无没有任何必要使证监会比其目前任何更早地参与上市申请程序。

关于建议的赋予上市政策委员会政策制定权的尤存隐忧，即，其成员不具有上市委员会成员所具备的一线经验。并且，根据该等建议，上市政策委员会的决策将不会公开。至于提交予上市政策委员会以获批准但被拒绝的改革倡议，则可能缺乏透明度。进而言之，为保持竞争力，联交所必须进行创新。所建议的上市委员会成员均不是具一线市场经验的投资银行家或企业金融顾问。这会产生上市政策委员会可能不启动联交所将要求的、与不断变化的市场同步的创新性的政策之忧虑。

#### (b) 新申请人的上市申请

该咨询文件建议，涉及上市监管委员会事宜的上市申请，将由建议的上市监管委员会作出决策，而不是由上市委员会作出（其仅将就不涉及上市监管委员会事宜的申请作出决定）。涉及上市监管委员会事宜的上市申请（依据定义），是最难作出决定的。我们认为，该等最难作出的决策最能从上市委员会成员具有的大量经验及专业知识中获益。但是，上市委员会就上市所发挥的作用将被削减至作出意见，而该等意见将传达予上市监管委员会。实际上，我们质疑该建议将因上市监管委员会成员没有任何平台与上市委员会成员进行面对面商讨这一事实而受限制。进而言之，上市监管委员会将依赖上市委员会向上市委员会成员令人信赖地传达的意见。鉴于该等原因，众多人士已提议，更佳的建议是证监会的代表出席上市委员会的会议，该会议将聆讯涉及上市监管委员会事宜之申请。正如金融发展局对该咨询文件作出的回应所建议，证监会代表应以观察员的身份而不是作为委员会成员出席上市委员会会议，以避免与证监会作为联交所的独立监管者的角色相冲突。

证监会代表出席上市委员会会议的主要益处在于，其将提供一个由积极参与香港首次公开招股市场的各方代表（上市公司、投资者及市场从业员，包括律师、银行家、会计师及估值师）商讨事项的平台。这亦为证监会代表提供一个机会，以直接聆听经常受邀出席上市委员会聆讯的上市申请人的董事及保荐人的意见。

对该等建议的一大忧虑在于，上市委员会的作用将被大量削减。虽然其仍将对涉及上市监管委员会事宜的申请作出意见，但其意见能否将在上市监管委员会的决策中反映出来，则毫无保证。同属上市监管委员会的上市委员会成员亦无任何义务根据上市委员会的意见来

<sup>7</sup> 《上市谅解备忘录》第 5.1 段。

<sup>8</sup> 咨询文件第 1(b) 段。

投票。因此，上市委员会仅将对最简单的上市申请具真正的决策权。该等建议将进而负面影响上市委员会，因为上市委员会最终可能不如目前更能吸引具经验的市场从业者。

我们同样关注，该等建议将增加证监会对哪些公司获准上市及维持上市之控制权。法定框架（即《证券及期货条例》及《证券市场上市规则》）所设定的证监会的角色是，证监会担任联交所的独立监管者。根据《证券市场上市规则》，证监会基于若干原因及在订明的期间内反对上市申请的权力，本意为备用权力。但是，该等建议将会使证监会在最困难及最重要的上市申请中转而為一线监管者的角色。这不仅削减联交所作为一线决策者的角色，亦混淆证监会作为联交所上市申请的决策者及联交所的监管者之角色。正如其他各方已指出，我们认为，鉴于证监会作为《证券及期货条例》规定的监督角色，证监会行政人员参与制定上市决策之建议，则产生根本性冲突问题。

我们亦质疑该等建议是否能提升上市程序尤其是涉及上市监管委员会事宜的申请之效率，而涉及上市监管委员会事宜之程序，因其须受两个委员会而非一个委员会审核，则可能需要更长的时间。上市委员会会议审议申请后，其作出的意见则需由上市部传达予上市申请人及申请人的保荐人以及上市监管委员会的成员，这一事实亦将使上市程序效率低下的问题恶化。我们亦质疑，该等建议是否将取缔违规行径，譬如壳股公司及借壳上市。若取缔该等违规行径正是该等建议提出的主要原因，我们则建议监管者反而应重新着眼于加强更严厉地执行有关现金资产公司、将长期停牌公司除牌及反收购行动之现有规则，以执行市场失当行为法律、处理潜在损害市场声誉的价格操纵，以及取缔借壳上市。

因上市申请目前处于双轨存档程序下，证监会将不再复核上市申请。不涉及上市监管委员会事宜的申请则会比目前更快获批准。但是，风险在于在指定上市申请不涉及上市监管委员会事宜及将该申请提及上市委员会作出决策时，该等申请将被假设为具“常规性”。然而，该等申请可能涉及其他事宜，譬如上市部可能不熟悉的具体的行业相关事宜，但该等事宜须严肃审查。如此以来，则会导致简化上市程序将比目前的安排产生更多疏漏的问题之风险，而目前的安排下，申请则须受证监会及联交所的双重审查。根据目前的制度，就证监会可通过不对所有上市申请作出意见的方式来提升效率。依据该等建议，证监会明显似乎采纳的立场。

至于提升香港上市批准程序的效率，应注意的是，自 2013 年 10 月对上市申请程序实施重要变革以来，上市批准程序其实已更具效率。上市申请阶段需提交大致完备的申请版本的规定及联交所把焦点放在重大事宜上使得 2014 年有 72% 的上市申请在呈交上市申请后的 120 日内获上市委员会审核，<sup>9</sup>（相比 2012 年的百分比为 33%）。<sup>10</sup> 如证监会为编制其“就联交所规管上市事宜的表现而作出的年度检讨报告”而作出的市场参与者调查问卷所述，市场参与者普遍对联交所审阅上市过程的效率及公平表示满意。<sup>11</sup> 虽然效率提升為可取，但并不因此表明市场具有提升香港上市程序的紧迫需求。

<sup>9</sup> 证监会《证券及期货事务监察委员会就交易所规管上市事宜的表现而作出的 2015 年度检讨报告》。2016 年 6 月，第 30 段。

<sup>10</sup> 证监会《证券及期货事务监察委员会就交易所规管上市事宜的表现而作出的 2013 年度检讨报告》。2013 年 12 月，第 33 段。

<sup>11</sup> 出处同上，见附录 A。

### 试图在上市申请阶段识别潜在的壳股公司的危险性

有媒体评论已建议，所建议的制度改革的其中一个主要原因在于，证监会欲减少已造成负面形象的、于联交所进行上市的壳股公司及反收购行动的数目。我们理解该等关注，但认为该建议的方法会同时引起导致削弱联交所作为上市场所的竞争力之风险，因日渐增加的繁苛的及高昂的上市申请程序有可能降低香港上市的吸引力。

正如以上所述，加强监督及更加强硬地监管上市公司则能更有益于取缔壳股公司及借壳上市。过去几年，上市委员会已加强对反收购行动的监管。所采取的措施包括：根据指引信 78-2014 加强对反收购行动的监管；要求发行人于出售重大资产（或实物分派）后证明其余下业务是可行及可持续之新规定；向上市发行人注入大量现金适用现金资产公司之规则。该等事宜由上市委员会作出检讨及在其年报中作出报告。我们建议加强对上市公司的收购及出售之监管，以识别反收购行动及确保反收购行动规则得以贯彻执行：该规则要求，若有关交易寻求规避新上市规定，则须作出与首次公开招股的招股章程大致相类的披露文件。

关于壳股公司的其他关注，毫无疑问地最好通过更加有效率的除牌程序解决，以从市场上取缔壳股公司。这与将所有上市申请人或至少所有中小企业上市申请人纳入在上市申请阶段试图厘定其是否属于潜在壳股公司之高度主观程序相比，看起来是更为可取的解决方法。鉴于厘定壳股公司的极其笼统的标准<sup>12</sup>，实际上，在试图筛掉欲从上市壳股公司的地位获取利润的申请人时，不可能确保真正的上市申请人不被拒绝或在该程序中不被拖延。联交所就壳股公司上市作出的最新指引<sup>13</sup>，譬如，有可能对真正的中小上市申请人实施严厉的监管，并导致打击真正需要投资的中小企业上市之风险。

### **(c) 涉及上市发行之事宜**

我们就涉及上市发行人的上市监管委员会事宜如何在该等建议下进行处理之关注，与我们就涉及上市监管委员会事宜的上市申请之关注，本质上是相同的。

我们再次强调上市委员会的市场从业员成员发挥的重要作用。香港建基于从业员的监管所发挥的作用起源于《戴维森报告》，其认为香港应采取建基于从业员的监管制度，以“避免以严厉的法定制度来约束证券市场，这样的一个制度很容易会使市场过份受到反应缓慢或运作不灵的管制方式限制”。<sup>14</sup> 我们亦同意该报告认为“如由从业员负责市场管理及规管，可提供更大灵活性及适应力”及“法定的监管人员，亦未必具备所需的知识及经验”。<sup>15</sup>

<sup>12</sup> 联交所“指引信-GL68-13A”，2016年6月。

<sup>13</sup> 出处同上。

<sup>14</sup> 《戴维森报告》，1988年5月。

<sup>15</sup> 出处同上。

#### (d) 复核上市决策

根据该等建议，当上市监管委员会拒绝上市申请的决定时将只有上市监管（复核）委员会有权作出进一步的复核，而该复核委员会则由证监会的主席及行政总裁、证监会的一名非执行董事和上市提名委员会提名的三名前上市委员会成员组成。

我们就该建议所表达的关注是，遭受不公的上市申请人将无权提交证券及期货事务上诉审裁处对上市监管委员会的决策进行复核，而只能由上市监管（复核）委员会进行复核，上市监管（复核）委员会的成员架构，与其他新委员会的架构一样，将赋予证监会代表成员对提交该委员会的任何事宜之决策进行否决的权利。根据目前的制度，证监会根据《证券市场上市规则》赋予的权力反对上市申请，该权利须受上市申请人有权就证监会所作出的决定向证券及期货事务上诉审裁处提出复核之规限。<sup>16</sup>可以说，若上市监管委员会的证监会代表有效地通过投反对票阻止上市申请，则证监会有效地行使《证券市场上市规则》规定的其反对上市申请的权利，尽管该反对的权利毫无疑问地于该等规则订明的期间以外行使。在此基础上，可以说上市监管委员会的决策应由证券及期货事务上诉审裁处进行复核。但是，根据该等建议，证监会实质上将能绕过《证券市场上市规则》规定的其反对上市申请的权力，因为其将通过上市监管委员会的证监会代表反对上市批准而实现相同的结果。

但是，这看起来明显不公平。证券及期货事务上诉审裁处主席由一名法官担任，其法定目的是确保证监会所作出的规管决定公平合理，因而其服务于加强证监会的问责性之目的。<sup>17</sup>若上市申请人对审裁处所作出的决定感到不满，该上市申请人有权向上诉法庭就法律论点提出上诉。<sup>18</sup>值得注意的是，不涉及上市监管委员会事宜及继续由上市委员会作出决定的上市申请仍将有权就证监会反对其上市的决策向证券及期货事务上诉审裁处提出上诉。亦存在这样的情形，即证监会对不涉及上市监管委员会事宜的上市申请施加影响的唯一权利将通过行使《证券市场上市规则》规定的其权力而实现。因此，吊诡的是，最容易被上市监管委员会拒绝的申请及涉及遭受不公的上市申请人之申请，将是那些具最少权利要求由独立机构进行复核的申请。

对证监会作出的决策有权向独立的证券及期货上市审裁处提交复核，是对证监会行使其法定权力的重要制衡。该等建议的问题在于，其实际上向证监会提供一个方法以规避反对上市申请的法定程序及规避上市申请人向证券及期货上市审裁处提交复核的权利。

咨询文件未处理的另一忧虑在于，鉴于上市监管（复核）委员会的一半成员将由证监会高级行政人员成员担任，上市监管（复核）委员会将如何就上市监管委员会作出的决策能担任复核机构。作出决策后将由上市监管（复核）委员会对其进行复核的机构，亦有类似成员组成。但是，问题在于，上市监管（复核）委员会的证监会代表是否有义务纠正上市监管委员会的证监会代表作出的决策，或后者作出的决策是否将会推翻。

<sup>16</sup> 《证券及期货条例》第 217 条。

<sup>17</sup> 证券及期货事务上诉审裁处主页 <http://www.sfat.gov.hk/english/aboutus/welcome/>。

<sup>18</sup> 《证券及期货条例》第 229 条。

## (i) 上市政策委员会的构成及程序

### 构成

咨询文件表示，新委员会由联交所及证监会共同控制。但是现实上，证监会控制上市委员会的获委任人将意味着其将能有效控制新委员会的构成。

证监会将直接控制上市政策委员会的一半成员：证监会的行政总裁、证监会的两名高级行政人员及证监会委任的收购委员会主席，尽管收购委员会方有权根据《证券及期货条例》第 8(6)条选举其自身的主席，但该项权力仍受限《证券及期货条例》第 8(3)条，即若证监会未委任该收购委员会主席时，收购委员会方才能选举其自身的主席。上市政策委员会的其余四名成员将是联交所的行政总裁、上市委员会主席及两名副主席。但事实上，证监会凭借上市提名委员会由一半证监会的代表组成这一事实，能对提名以委任于上市委员会的任何人士行使否决权。

### 程序

咨询文件建议，上市政策委员会作出决策须大多数投票批准。然而，在出现僵局时，事实上由于主席在投票僵局出现时没有决定票（姑勿论此亦有违联交所及香港交易所的章程细则），这可能亦不会实现。

## (j) 上市监管委员会的构成及程序

### 成员组成

上市监管委员会的三名成员将是证监会的高级行政人员，而其余三名成员将是上市提名委员会（由联交所及证监会相同数目的代表组成）提名获委任的上市委员会的主席及两名副主席。上市提名委员会缺乏决定票意味着证监会能有效地否决上市委员会的任何人士的委任，并因而对委任任何人士进入上市监管委员会享有实质否决权。联交所及上市委员会对担任上市监管委员会的证监会代表均将无相匹配的影响力。

### 程序

正如以上所述，就上市监管委员会而言，主席缺少决定票意味着投票僵局出现时不清楚会发生什么情况。譬如，就合适性作出的决策而言，投票僵局是否意味上市申请失败或仍可继续进行，并不明了。同样地，就上市发行人作出的决策而言（例如声称因业务营运不足而违反《上市规则》第 13.24 条），僵局投票将意味着发行人维持上市或被停牌？

## (j) 上市监管（复核）委员会的构成及程序

我们就缺少主席决定票对上市监管委员会及上市政策委员会作出的上述意见，同样适用于上市监管（复核）委员会。

## (k) 上市（纪律）委员会、上市（纪律复核）委员会的构成及程序

请参阅以上关于缺少主席决定票之意见，主席的决定票亦是联交所及香港交易所的章程细则所作的规定。

## (I) 其他事宜

就该等建议的其他关注列载如下：

### (i) 所建议的证监会角色的立法权限

咨询文件未列载所建议的安排如何能配合《证券及期货条例》及《证券市场上市规则》创建的当前监管架构。

根据咨询文件，在决定涉及上市监管委员会事宜的上市申请时，上市监管委员会的证监会代表将“实际行使根据《证券市场上市规则》[第 6 条]获赋予的权力”<sup>19</sup>。证监会根据《证券市场上市规则》反对上市申请的权利可在提交上市申请后 10 个营业日内、或在上市申请提交 10 个营业日内而证监会要求上市申请人提交任何进一步的资料获提供后或申请人收到证监会要求提供任何进一步资料后 10 个营业日内，方可行使。<sup>20</sup> 但是，该等建议将允许证监会通过上市监管委员会的证监会代表在*任何时间*（即在《证券市场上市规则》订明的期间以外）举行的上市监管委员会会议上反对上市申请。而这只能根据《证券市场上市规则》在以下情况下方可获准：若证监会就每个涉及上市监管委员会事宜的上市申请反复要求提交进一步的资料，以便将其反对申请的权利延长至超过提交日后的 10 个营业日。很明显，这并非该等建议所意图达致的，而且一旦再无法证立要求提交进一步资料的需要时亦可能变得不可行。因此，如须致使保证证监会行使咨询文件中所建议的证监会的权力，实须修订《证券市场上市规则》第 6(2)条。

亦令人质疑的是，除非进行立法改例，证监会作为联交所的独立监管者，是否可通过其于联交所各委员会的证监会员工来代表证监会。证监会的代表若加入成为联交所的委员会的成员之建议，将混淆证监会（作为法定监督者）与联交所（作为受监督者）的角色，此将违反《证券及期货条例》立法意图。

我们注意到，联交所作为盈利公司已被错误认为存在利益冲突。我们认为，该利益冲突与其说是现实，毋宁说是种错觉，因为联交所大多数权力已交托予上市委员会，在“处理潜在利益冲突及确保其上市职能的独立性”时，便进行该转授。<sup>21</sup> 进而言之，上市委员会的 28 名成员中，仅有一名是联交所的代表，即香港交易所的行政总裁。

### (ii) 加强联交所作为国际市场的作用

证监会就香港首次公开招股市场的法定角色是“*监管、监察和规管……联交所进行的活动*”，<sup>22</sup>。其亦发挥投资者保障之重要作用。<sup>23</sup> 证监会“*维持香港作为具竞争力的国际金融中心的地位*”之作用，须遵从其在履行职能时应顾及*適切性*之规定。<sup>24</sup>

<sup>19</sup> 咨询文件第 18 段。

<sup>20</sup> 《证券市场上市规则》第 6(2) 条及第 6(6) 条。

<sup>21</sup> 咨询文件第 40 段。

<sup>22</sup> 《证券及期货条例》第 5(1)(b)(i) 条。

<sup>23</sup> 《证券及期货条例》第 5(1)(l) 条。

<sup>24</sup> 《证券及期货条例》第 6(2)(a) 条。



须考虑证监会作为联交所监管者及投资者利益保障者的角色是否与改善香港证券市场之需要相匹配，以确保该市场与其他国际证券市场相比维持竞争力。证监会在阻止问题及保证投资者利益时享有法定角色，我们担忧的是，该角色可能导致上市政策委员会及上市监管委员会在制定政策及作出决策时过于规避风险，这将扼杀市场发展及削弱联交所的竞争力。证监会不允许对联交所就有关不同投票权架构的建议拟稿展开公众咨询可视为联交所作为投资者利益保障者的角色而约束市场发展的适切例子，尽管联交所在第二阶段咨询中已获市场支持。<sup>25</sup>

因此，我们认为，在与证监会进行咨询并最终由证监会批准的前提下，最好由目前具广泛专业知识及市场需求及方向有关的一线知识的上市委员会制定政策。

总括而言，我们认为监管者应重新考虑所建议的改革，并转而聚焦通过增配资源以积极监察及监管上市发行人的活动及从事任何可疑的操纵“壳股公司”价格及反收购行动的参与者，以寻求遏止诸如借壳上市及价格操纵等行径。我们认为，与其冒著导致上市申请程序比目前更加复杂和昂贵的风险而采纳该等建议，毋宁集中精力于上市后执行及将长期停牌公司除牌，这将更能改善香港市场质量。若联交所要维持及提升其作为国际资金募集平台的竞争力，该危险须予避免。

最后，我们认为，证监会作为联交所的独立监管者之角色是重要的。制定上市政策及市场开发、批准上市申请及取消上市地位的主要责任，宜交联交所承担。另一方面，证监会应着力发挥其作为对联交所的监管者及投资者利益的保障者之重要作用，而非寻求担任一线决策者及政策制定者之角色。我们亦认为，证监会继续独立于联交所是至关重要的，以便不会混淆联交所作为决策者及证监会作为监管者之角色。进而言之，证监会行使权力须受司法复核及证券及期货事务上诉审裁处复核之规限，以确保作为香港市场最根本性的组成部分的一制衡制度。

---

<sup>25</sup>香港交易所“有关不同投票权架构概念文件的咨询总结”，2015年6月，第5章。